

Fiche de lecture

Macroeconomic Policy in the First Year of Euroland

Premier Rapport Annuel du Groupe de Politique

*Macroéconomique du CEPS **

(Centre for European Policy Studies, Bruxelles), 1999

Jérôme Creel

Département des études

CREFED, Université Paris-Dauphine

L'OFCE ayant récemment publié un *Rapport sur l'état de l'Union européenne*, il était important que nous nous plongions dans la lecture du rapport du CEPS, même si les formes et les ambitions diffèrent d'un ouvrage à l'autre. Sur la forme, le rapport du CEPS se présente comme un document de travail et il s'adresse plus particulièrement à des lecteurs familiers du raisonnement économique et de la macroéconomie.

Son ambition consiste à dresser un panorama synthétique de la situation macroéconomique au niveau de l'Union européenne (UE) dans les années 1998 et 1999 et à étudier trois grands problèmes pour l'année en cours : celui tout d'abord des conséquences de la crise asiatique sur la croissance du crédit dans les pays de la zone euro; ensuite, celui de l'organisation du système financier autour d'une Banque centrale « responsable » face à l'opinion publique; enfin, celui de la coordination des politiques économiques.

Une grande partie de l'objectif est atteint et le lecteur trouvera dans ce rapport des réponses à ses interrogations, notamment quant au fonctionnement interne optimal de la Banque centrale européenne. Notre principale critique portera sur le traitement des questions liées aux politiques économiques. Dans les deux derniers chapitres du rapport, les auteurs se contentent de présenter pour la énième fois les arguments théoriques habituels en défaveur de la politique budgétaire. Nous consacrerons ainsi une plus large part de notre commentaire à une discussion sur ce thème.

* Ce groupe est présidé par Daniel Gros (CEPS), et constitué des économistes suivants : Olivier Blanchard (MIT), Michael Emerson (CEPS et LSE), Thomas Mayer (Goldman Sachs), Gilles Saint-Paul (U. Pompeu Fabra), Hans-Werner Sinn (U. Munich), Guido Tabellini (U. Bocconi).

Présentation

Les grandes conclusions du rapport sont présentées dans le résumé introductif, chacun des chapitres suivants s'emboîtant naturellement. Le lecteur attentif préférera ne pas s'attarder sur ces conclusions, le corps du texte pouvant s'avérer moins péremptoire en ce qui concerne les recommandations de politique économique.

Le premier chapitre traite de l'organisation de la politique monétaire et prudentielle dans la zone euro; le deuxième chapitre est un état des lieux des politiques macroéconomiques déjà mises en œuvre et de la situation financière des grandes banques européennes comparées aux banques américaines; le troisième chapitre rassemble les recommandations de politique économique; sont aussi présentées des simulations d'évolution des finances publiques compte tenu de différents scénarios de croissance; le dernier chapitre conclut sur la nécessité d'une coordination des politiques, notamment budgétaires, au niveau des pays de la zone euro.

Selon les auteurs du rapport, malgré la crise asiatique et l'implication importante des banques européennes dans cette région, en comparaison avec les banques américaines, les réserves des banques permettront globalement d'éponger les pertes. En effet, les ratios prudentiels (ratio Cooke, notamment) restent à des niveaux qualifiés de bons. Les auteurs n'écarteront pas l'idée de faillites ou de crises de liquidité pour certaines banques, mais ils ne craignent pas de risque systémique pour le système financier de la zone euro.

La crise asiatique révèle cependant la nécessité de clarifier les prérogatives de la BCE en terme de politique prudentielle, de contrôle du système financier européen. Cette constatation n'est pas récente et est un leitmotiv des économistes de la finance. L'interrogation usuelle, que reprennent les auteurs du rapport, est la suivante : la BCE doit-elle être prêteur en dernier ressort? Leur réponse est : pourquoi pas? Ils entendent par là qu'il ne leur semble pas nécessaire que la BCE soit elle-même prêteur en dernier ressort; il suffit qu'un organisme *ad hoc* soit créé à cette fin. Si tel n'était pas le cas, la BCE devrait bien sûr être en charge de cette mission. Il faudrait alors améliorer radicalement le fonctionnement du système de banques centrales dans la zone euro : l'information et la transparence des banques de second rang et des banques centrales nationales devraient être telles que la BCE puisse réagir avec célérité au moindre signe de crise de solvabilité ou de liquidité d'une banque.

Les auteurs procèdent par la suite à une comparaison des fonctionnements internes de la Bundesbank, du Fed et de la BCE. Il apparaît que le personnel affecté à cette dernière est très inférieur aux effectifs des départements de recherche et d'études dans les deux premières. Il

s'ensuit que les décisions de politique monétaire dans la zone euro vont dépendre assez largement de rapports élaborés au niveau national, ce qui fait craindre un biais dans l'information recueillie par la BCE. Il semble important aux auteurs que les effectifs de la BCE soient donc rapidement étoffés et qu'elle s'assure d'une très forte compréhension de ses décisions par l'opinion publique. La BCE doit gagner la confiance des « politiques » comme de l'opinion publique. On notera ainsi une attaque en règle contre les politiciens (O. Lafontaine?) qui s'insurgent contre les pratiques dogmatiques de la BCE : « Comme on pouvait s'y attendre, certains politiciens ont déjà attaqué la BCE sur sa poursuite têtue de la stabilité des prix, donnant ainsi à ce bouc émissaire une responsabilité dans leurs futurs échecs. » (p. 12)

Il n'y aura pas d'échec de la part des gouvernants, nous assènent les auteurs du rapport, s'ils décident de continuer de réduire les déficits structurels dans la zone euro. Cet assainissement devrait s'accompagner d'une baisse des taux d'intérêt. Cet argument bien connu peut aussi s'énoncer de la manière suivante : la poursuite de la baisse des dépenses publiques est un signal lancé à la BCE par des élèves disciplinés et la récompense ne se fera donc pas attendre. Pourquoi ne pas privilégier plutôt une baisse immédiate des taux d'intérêt, signal de la bonne volonté de la BCE qui inciterait les gouvernements à poursuivre leurs contractions budgétaires? Les auteurs du rapport estiment qu'une telle politique économique, du fait de ses délais d'action, pourrait se révéler inflationniste. Ainsi, ils admettent que la période de dépression de l'activité dans le premier cas (poursuite des assainissements budgétaires) est moins grave qu'une situation plus inflationniste. Cependant, pour que cette période soit la plus courte possible, ils recommandent une meilleure coordination des politiques budgétaires et monétaires.

Discussion

Notre discussion portera sur trois points du rapport : en premier lieu, le *policy mix* dans la zone euro et les justifications apportées par les auteurs en faveur d'une poursuite de la réduction des déficits publics; en deuxième lieu, la valeur de l'euro par rapport aux autres grandes devises; enfin, la nécessité d'une véritable transparence de la part de la BCE.

Le policy mix

Les auteurs du rapport considèrent que les gouvernements sont soumis à des « forces apparemment irrésistibles en faveur de la hausse des dépenses publiques » (p.1) et leur recommandent donc de démontrer leur bonne volonté et leur changement d'attitude. Les gouvernements rendront ainsi possible une réduction supplémentaire des taux d'intérêt. Ce faisant, les auteurs raisonnent implicitement comme si la baisse des

dépenses publiques était un signal de la « rationalité » des gouvernements ; nous la voyons plutôt comme l'acceptation par ces gouvernements du *diktat* monétaire de la BCE. Dans le rapport élaboré par l'OFCE, nous montrions en effet que cette situation amenait les gouvernements à abandonner leurs préférences en faveur de celles de la BCE : ils substituaient un objectif de stabilité des prix à celui de croissance économique. Ils agissaient alors en « poules mouillées », conformément aux conclusions du jeu stratégique éponyme.

Or, dans l'état actuel de la construction européenne, il n'est pas automatique qu'une réduction des déficits donne lieu à une baisse des taux d'intérêt. Si tel était le cas cependant, il faudrait garder à l'esprit qu'une baisse des taux nominaux ne signifie pas forcément une baisse des taux réels. C'est pourtant cette variable qui rentre dans les décisions de consommation et d'investissement. Comment s'assurer alors que la contraction budgétaire provoque bel et bien une baisse des taux d'intérêt réels ? Sûrement pas en laissant l'inflation se stabiliser à un niveau trop faible. On voit bien en effet ce que l'argument de la contraction budgétaire peut avoir de pernicieux : il favorise la persistance de la désinflation, voire le danger d'un retour de la déflation, pour soutenir la réputation de la BCE, mais il rend en même temps de plus en plus illusoire la baisse des taux d'intérêt réels.

L'opposition des auteurs à un objectif d'inflation annuelle de 0-2 %, du fait de la plus grande difficulté à réduire les taux d'intérêt réels (voir p. 38), pour privilégier plutôt une fourchette plus large dont ils ne donnent cependant pas les bornes, est en contradiction avec leur recommandation de poursuite des assainissements budgétaires. En effet, pour que l'inflation annuelle se stabilise à un niveau supérieur à 2 %, il faudrait qu'elle augmente immédiatement : il faudrait non pas attendre une baisse supplémentaire des déficits publics pour baisser les taux d'intérêt nominaux mais plutôt les réduire encore plus dès à présent. Du fait de la faible marge de baisse de ces taux, il faut sans doute aussi envisager d'augmenter les déficits publics pour soutenir la demande.

De toute évidence, ce rapport reste marqué par une grande défiance vis-à-vis des déficits publics. Si les auteurs admettent l'existence de stabilisateurs automatiques (pp. 33-37), ils montrent (nous allons revenir sur ce point) que le Pacte de stabilité ne sera pas respecté si l'activité se détériore. Ils en concluent, non pas qu'il faut éviter une détérioration de l'activité, mais plutôt qu'il faut réduire encore plus les déficits structurels, c'est-à-dire les déficits calculés pour une conjoncture moyenne.

A partir de leur estimation du déficit public sur PIB dans l'Euro 11 (p. 34)¹, on peut d'ailleurs calculer le déficit structurel² moyen sur la

1. Les auteurs testent l'équation suivante : $\text{déficit}/\text{PIB} = \text{cste} + a(\text{DPIB}/\text{PIB}) + b(\text{déficit}/\text{PIB})_{-1}$.

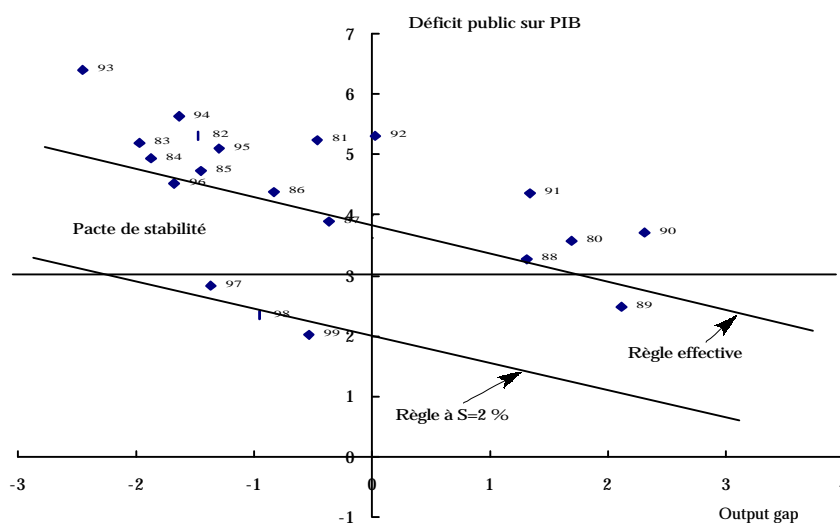
2. Le déficit structurel sur PIB, S , est calculé de la manière suivante : $S = \text{cste}/(1-b)$.

période d'estimation : il s'élève à 6,95 points de PIB ! Les auteurs ne citent jamais ce chiffre mais il ressort nettement de leur estimation³.

Ce déficit structurel est totalement invraisemblable. Si l'on régresse le déficit public sur PIB par rapport à l'écart entre la production potentielle (non inflationniste) et la production effective, *i.e.* l'*output gap*, le déficit structurel moyen dans l'UE sur la période 1970-1998 s'élève à seulement 3,7 points de PIB (tableau 1).

Sur le graphique 1, la relation entre le déficit public sur PIB et l'*output gap* dans les quinze pays de l'UE (que l'on nomme la règle effective de politique budgétaire) apparaît clairement. Cette règle donne une bonne représentation du caractère à la fois cyclique et structurel de la politique budgétaire dans l'UE. Nous avons aussi représenté la disposition principale du Pacte de stabilité, à savoir que les déficits publics doivent rester inférieurs à 3 % du PIB. Il faut remarquer que cette disposition n'a pratiquement jamais été respectée par le passé : au cours de la crise économique des années quatre-vingt-dix, les déficits publics ont atteint des niveaux supérieurs à 5 % du PIB (en 1993, 1994 et, dans une moindre mesure, 1995), bien au-dessus de ce que réclamait la règle budgétaire effective. Pour se conformer durablement à cette contrainte, les pays de l'UE ont dû réduire leur déficit structurel au moins de moitié, ce qui est considérable mais n'empêchera pas les déficits de dépasser

1. Règles budgétaires dans l'UE



Sources : OCDE, calculs de l'auteur. La règle effective représente le déficit public sur PIB en fonction de l'*output gap*, avec un déficit structurel de 3,7 % du PIB. La règle S=2 % a le même coefficient directeur mais un déficit structurel de 2 % du PIB.

3. A partir de données OCDE pour les quinze pays de l'UE, nous retrouvons exactement le même résultat (tableau 1, équation (2)).

le seuil des 3 % du PIB en cas de récession grave (voir la règle à $S=2$ % dans le graphique 1) : par exemple, si l'économie européenne devait se trouver à nouveau avec un écart à la croissance potentielle de 2,5 %, comme en 1993. Il est donc clair que l'adoption du Pacte de stabilité va continuer de nécessiter un effort important d'assainissement des finances publiques européennes, surtout si les gouverneurs de banque centrale (MM. Duisenberg et Trichet, notamment) continuent de voir dans les déficits des années 1997 à 1999 un relâchement dans les efforts d'assainissement.

Si l'on ne peut qu'être d'accord avec l'affirmation selon laquelle l'*output gap* n'est plus significatif lorsqu'une autre variable est ajoutée dans l'estimation (1) (tableau 1), même s'il s'agit du déficit public retardé, nous ne sommes pas d'accord avec la remarque des auteurs, p. 34, sur l'absence d'autre variable significative après que le taux de croissance du PIB et le déficit retardé ont été introduits dans la régression. Nous avons en effet testé une forme auto régressive du déficit public sur PIB avec quatre retards : les résultats obtenus diffèrent peu de ceux des auteurs. Nous trouvons en outre que le niveau du taux d'intérêt de court terme ou de long terme, ou encore une moyenne pondérée (50-50) des deux, accroît significativement le déficit public sur PIB. Bien entendu, ce résultat n'est pas surprenant. Ce qui est surprenant, c'est de ne pas le retrouver dans le rapport du CEPS⁴.

Ce résultat a deux conséquences : d'une part, les déficits structurels issus des régressions (3) à (5), corrigés des charges d'intérêt, sont en moyenne de l'ordre de 2,5 % du PIB, et le déficit structurel s'élève à 3,7 % du PIB, soit bien moins que les inquiétants 6,9 % du rapport. D'autre part, l'introduction du taux d'intérêt dans l'estimation permet de contredire la vision pessimiste des auteurs sur l'évolution future des déficits publics dans l'UE. Dans la phase actuelle de réduction des taux d'intérêt, la croissance des déficits sera forcément moins forte que dans les différents scénarios proposés dans le rapport (pp. 36-37). La poursuite de la réduction des déficits structurels semble donc moins importante, et surtout moins urgente.

On peut en effet utiliser les résultats des régressions (2) et (4) pour simuler les évolutions futures des déficits publics européens, comme le font les auteurs du rapport. L'équation (2) est conforme à celle testée par ces auteurs; l'équation (4), que nous privilégions, est celle qui donne les meilleurs résultats économétriques.

Les auteurs distinguent deux scénarios de croissance future que nous reprenons. Dans le premier (scénario optimiste), la croissance annuelle du PIB s'élève en permanence à 2,5 %, au même niveau que celle de la

4. Nous avons aussi testé une forme auto régressive du déficit sur PIB avec quatre retards significatifs; le taux d'intérêt de court terme et la moyenne des taux long et court sont significatifs; le taux d'intérêt de long terme, pour sa part, n'est plus significatif.

1. Variable dépendante : déficit public/PIB (D) [signe -]

	cste	Gap (%)	Δ PIB (%)	D ₋₁	R _{LT(-1)}	R _{CT(-1)}	MR ₍₋₁₎	Rbar ²	SEE	DW	Ljung-Box
(1)	-3,73 (-14,9)	0,56 (3,4)	-	-	-	-	-	0,27	1,34	0,28	0,00
(2)	-2,69 (-6,5)	-	0,44 (5,4)	0,61 (7,8)	-	-	-	0,80	0,63	1,64	0,30
(3)	-1,46 (-2,0)	-	0,39 (4,6)	0,56 (7,2)	-0,13 (-2,0)	-	-	0,83	0,59	1,77	0,23
(4)	-1,16 (-1,8)	-	0,30 (3,4)	0,56 (7,8)	-	-0,15 (-2,8)	-	0,85	0,56	1,92	0,14
(5)	-1,23 (-1,8)	-	0,34 (4,0)	0,56 (7,5)	-	-	-0,15 (-2,5)	0,84	0,57	1,84	0,19

Source : OCDE, calculs de l'auteur. MR représente une moyenne pondérée des taux d'intérêt de court terme et de long terme dans l'UE.

N.B. : M.C.O., 1970-1998.

production potentielle. Dans le second (scénario pessimiste), la croissance passe de 2,5 % en 1999 à - 0,5 % en 2002, puis 2 % en 2005.

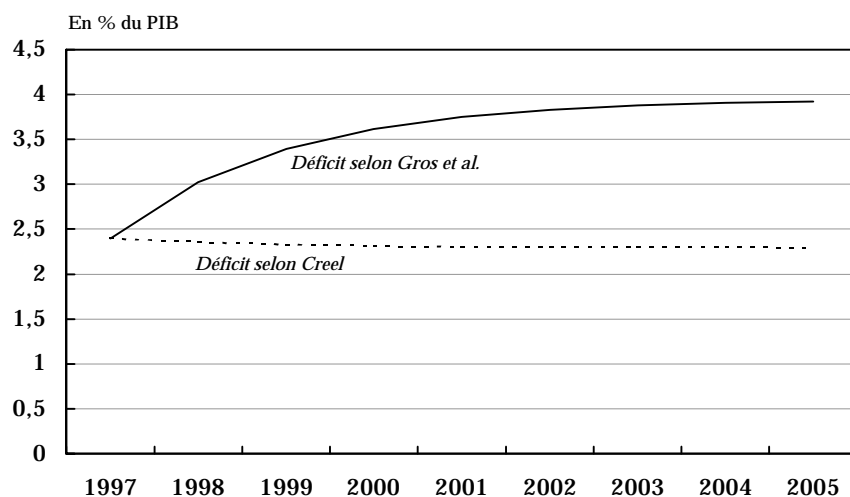
Deux situations sont alors différenciées (il y a donc quatre cas de figure). En premier lieu, les déficits publics sont supposés « coller » aux résultats des régressions (2) ou (4) : c'est la situation dite « pré-Maastricht ». Dans l'autre, la situation « post-Maastricht », on considère que les ajustements budgétaires entrepris pour se conformer au critère de déficit public contenu dans le traité de Maastricht sont permanents ; les auteurs du rapport conservent donc les stabilisateurs automatiques et l'inertie des déficits de l'équation (2) mais réduisent de manière *ad hoc* la constante de 1,5 point⁵. Nous procéderons de même à partir de l'équation (4). Dans tous les cas, les simulations démarrent en 1997, à partir du niveau effectif de déficit public sur PIB dans l'UE (source : Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1998).

Dans la situation pré-Maastricht, la croissance économique dans le scénario optimiste permet de stabiliser le déficit public dans l'UE aux alentours de 4 % du PIB, si l'on en croit le rapport du CEPS (graphique 2). Si l'on prend en compte l'effet du taux d'intérêt, en supposant que celui-ci est constant et égal à 4 % entre 1997 et 2005, le déficit se stabilise en dessous de 2,5 % du PIB. La limite de 3 % due au Pacte de stabilité n'est donc pas dépassée. Serait-elle franchie en cas de récession ? Pour les auteurs du rapport, la réponse est affirmative (graphique 3) : en 2002 et 2003, alors que la récession atteint son niveau de sévérité maximal, le déficit public devrait dépasser les 6 % du PIB ! Notre réponse est beaucoup plus nuancée : en l'absence de politique

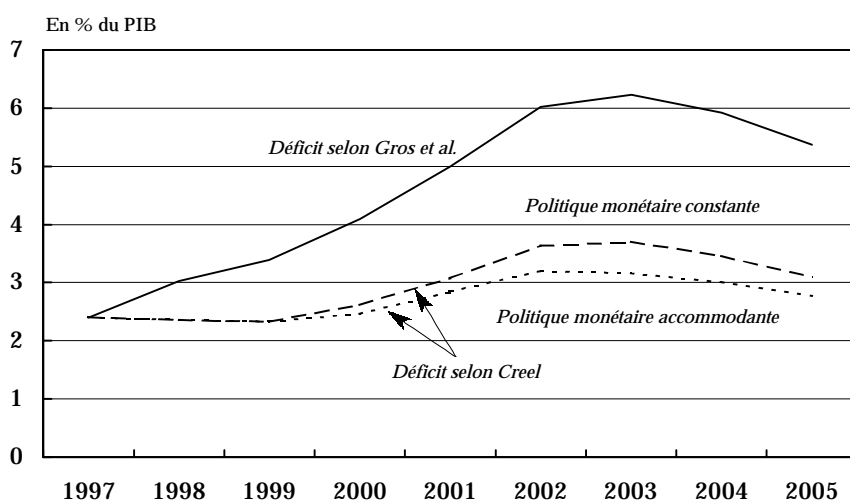
5. Nous remercions Henri Sterdyniak pour avoir attiré notre attention sur ce point.

monétaire accommodante, c'est-à-dire d'une baisse du taux d'intérêt pour relancer l'activité, le déficit public dépasserait les 3,5 % du PIB, ce qui, à nos yeux, reste raisonnable. Il suffirait d'ailleurs que la politique monétaire soit plus expansionniste (plus accommodante)⁶ pour que le déficit public sur PIB dépasse temporairement le plafond des 3 %. Dans ces deux cas, les sanctions prévues par le Pacte de stabilité en cas de

2. Situation pré-Maastricht, scénario optimiste



3. Situation pré-Maastricht, scénario pessimiste



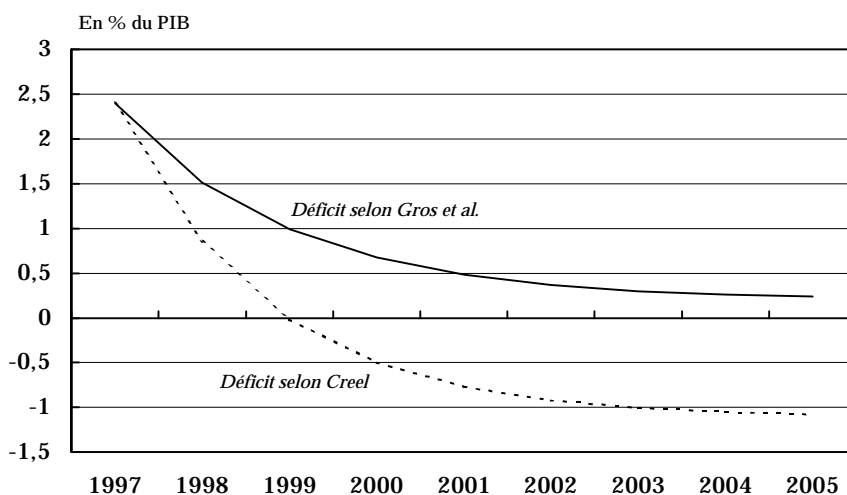
Sources : OCDE, calculs de l'auteur.

6. Nous avons supposé que le taux d'intérêt passait de 4 à 3 % en 2000, puis 2 % en 2002, 3 % en 2004 et finalement 3,5 % en 2005.

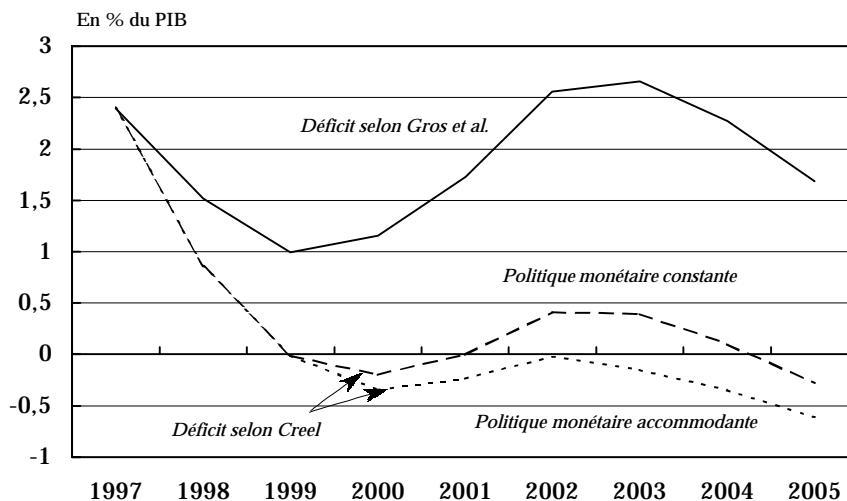
dépassement du plafond ne seraient pas mises en œuvre, car les gouvernements sont autorisés à accroître temporairement leurs déficits en cas de récession.

La situation post-Maastricht est plus intéressante pour les auteurs du rapport. Si la première situation doit justifier la soi-disant nécessité de réduire les déficits publics, afin d'échapper à toute dérive ultérieure (nous avons montré que l'argument n'était pas convaincant), la situation

4. Situation post-Maastricht, scénario optimiste



5. Situation post-Maastricht, scénario pessimiste



Sources : OCDE, calculs de l'auteur.

post-Maastricht doit démontrer que les ajustements budgétaires dans l'UE restent insuffisants. Il faudrait donc continuer dans la voie de l'assainissement budgétaire.

En cas de croissance stable et durable, les déficits publics dans l'UE doivent tendre vers zéro, selon les auteurs du rapport (graphique 4)⁷. Cette tendance serait bien évidemment rompue si l'UE subissait une récession (graphique 5) : les auteurs montrent alors que les déficits publics frôleraient les 3 % du PIB. Si la récession devait être plus grave, les gouvernements perdraient donc toute marge de manœuvre budgétaire. Nous ne pouvons que nous opposer à cette prédiction : à partir de l'équation (4), sans politique monétaire accommodante, les déficits publics n'atteignent même pas les 0,5 % du PIB au creux de la récession. Une politique monétaire expansionniste empêcherait même le solde public de redevenir déficitaire.

Que conclure de ces simulations sinon que la défiance des auteurs du rapport vis-à-vis de la politique budgétaire est purement dogmatique. Elle est d'autant plus paradoxale qu'elle intervient alors que des économistes américains « extrêmement respectés » (pour reprendre les termes employés dans le rapport du CEPS à propos de ses auteurs) retrouvent pour leur part des vertus aux déficits budgétaires.

L. Ball, D. Elmendorf et G. Mankiw (1998) envisagent en effet le cas d'un « pari du déficit » rendu possible par la dynamique stable de l'endettement public aux Etats-Unis sur longue période. Si une politique budgétaire expansionniste temporaire permet de soutenir la croissance sans provoquer d'inflation, de hausse des taux d'intérêt, d'explosion de la dette publique en proportion du PIB, pourquoi s'en priver ?

Ces trois auteurs vérifient alors que la dynamique de la dette publique aux Etats-Unis a bel et bien été stable sur longue période. Si le solde public primaire est nul, cette dynamique ne dépend que de celle des charges d'intérêt en proportion du PIB. Elle est équivalente au ratio $(1+r_A)/(1+g)$, où r_A est le taux d'intérêt apparent sur la dette publique et g le taux de croissance du PIB. r_A est égal au rapport entre les charges d'intérêt nettes versées par les administrations publiques et la dette publique nette. En moyenne, Ball et al. montrent que ce ratio est inférieur à l'unité et qu'ainsi, pour un solde primaire nul, la dette publique en pourcentage du PIB a de fortes chances de se stabiliser. Dit autrement, le risque que la dette sur PIB atteigne un « seuil d'insolvabilité » est faible ; une politique budgétaire expansionniste et temporaire peut donc valoir la peine d'être menée.

Dans le tableau 2, on vérifie que la moyenne et l'écart type du ratio $(1+r_A)/(1+g)$ implique bel et bien une stabilité de la dette publique sur

7. Selon nos calculs, le solde public dans l'UE devrait tendre à un excédent de 1 % du PIB (graphique 4).

8. C'est-à-dire le solde public hors charges d'intérêt.

PIB aux Etats-Unis. Nos résultats montrent que l'UE, pour sa part, ne peut avoir la même attitude de douce insouciance vis-à-vis de la politique budgétaire, surtout depuis le début des années quatre-vingt. La moyenne de ce ratio reste néanmoins relativement proche de l'unité. Il convient aussi de bien insister sur le fait que cet indicateur n'a de sens que sous l'hypothèse de solde primaire nul. Or, il doit être bien clair que les pays européens parmi les plus endettés ont depuis plusieurs années des soldes primaires excédentaires. Il y a donc des raisons objectives de ne pas craindre la politique budgétaire et tenter aujourd'hui le « pari du déficit ».

2. Dynamique de la dette à solde primaire constant, données annuelles

	UE			Etats-Unis		
Période	1971-98	1971-79	1980-98	1971-98	1971-79	1980-98
Moyenne	1,003	0,960	1,023	0,973	0,943	0,987
Ecart-type	0,04	0,03	0,03	0,03	0,01	0,02

La valeur de l'euro

Une remarque maintenant sur la prévision, par les auteurs du rapport du CEPS, d'un choc récessionniste dans la zone euro dû à l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, en raison d'une réallocation de portefeuille des agents en faveur de la détention d'actifs en euros. J. Le Cacheux (1998) a déjà fait une critique des idées reçues sur ces questions dans un précédent numéro de la *Revue*. Nous lui empruntons plusieurs idées.

Cinq éléments permettent d'expliquer l'attrait des investisseurs (institutionnels ou privés) pour une devise : son rendement, sa liquidité, le souci de diversification du portefeuille, auxquels s'ajoutent bien sûr le risque de change et les moyens de se couvrir contre lui. Le problème du rendement d'une devise ne se distingue pas de celui de la politique menée par la BCE ; il dépend cependant aussi du déséquilibre entre les offres et les demandes pour cette devise, donc en quelque sorte de la liquidité du marché. La liquidité du marché de l'euro semble assurée.

Le poids de l'euro dans les réserves et les transactions internationales va-t-il augmenter dans les prochaines années au détriment du dollar ? L'argument selon lequel les banques centrales européennes détiennent trop de dollars, n'est pas valable : la partie des réserves des banques centrales européennes qui est constituée de devises européennes a rejoint les contreparties internes de la masse monétaire européenne. Le SEBC ne devrait donc pas réduire un peu plus ses réserves en vendant

les dollars détenus, à moins qu'il adopte une position d'indifférence vis-à-vis de la parité entre l'euro et le dollar. Ainsi, on ne doit pas s'attendre à un afflux de dollars sur les marchés.

Deux arguments plaident en faveur d'une augmentation de la demande de réserves en euros de la part des banques centrales n'appartenant pas à la zone euro. D'une part, il est probable (mais pas certain) que les banques centrales des pays dont le commerce extérieur est fortement tourné vers la zone euro choisissent cette devise comme réserve de référence. Parmi ces pays cependant, nombreux sont ceux qui ont depuis longtemps une part importante de leurs réserves de change libellée en devises européennes. D'autre part, les banques centrales, comme les investisseurs privés, peuvent vouloir diversifier leur portefeuille de devises et substituer des euros à des dollars ou à des yens. Une réallocation progressive des portefeuilles en faveur de l'euro pourrait donc intervenir, car le marché sera vaste et liquide. Hélas, cet argument peut être utilisé dans le sens contraire : du fait de la disparition du risque de change et de l'homogénéisation des rendements des différents titres européens libellés en euros, les motifs de diversification des investisseurs européens pourraient les amener à détenir davantage de titres libellés en dollars ou en yens.

Au final, il est vraisemblable que les positions des grandes devises internationales au sein du système monétaire international restent inchangées, et ce d'autant plus que les investisseurs privés et publics ont tendance à privilégier les placements en leur propre monnaie (« préférence pour l'habitat national »). La masse d'euros en circulation sera considérable, après que les actifs financiers libellés en devises européennes seront convertis en euros, mais rien n'indique en 1999 que la demande et l'offre d'euro augmenteront.

On assiste, par ailleurs, à une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar depuis le début de l'année. On est donc loin, pour le moment, d'une appréciation forte et dévastatrice de l'euro.

La transparence de la BCE

Pour finir, les auteurs du rapport n'insistent pas assez sur un point délicat concernant la transparence de l'information fournie par les banques centrales. La BCE rend publiques les évolutions des agrégats monétaires et les compare à son objectif de croissance. Ce comportement a été celui de la Bundesbank.

Comme le rappelle L. Svensson (1999), les banquiers centraux allemands, comme ceux du monde entier, savent pertinemment que les agrégats monétaires ne sont pas un bon indicateur intermédiaire de la politique monétaire ; notons que les auteurs du rapport du CEPS approuvent ce point. Il existe donc un risque que les banquiers centraux ne parviennent pas à justifier les écarts des agrégats à la cible « prévue ».

L'avantage qu'avait la Bundesbank résidait alors dans sa capacité à atteindre de bons résultats en terme d'inflation, ce qui réduisait à néant les critiques portant sur ses écarts aux objectifs.

Pour échapper à la suspicion de l'opinion publique, la BCE n'aura dans ces conditions d'autre choix que de parvenir aux mêmes résultats que la Bundesbank. C'est pour cette raison que l'objectif de stabilité de prix va être primordial, simplement parce que la BCE ne veut pas rendre publique sa règle monétaire, c'est-à-dire sa règle de fixation du taux d'intérêt nominal de court terme dans la zone euro.

Encore une fois, nous pouvons convoquer l'exemple américain. Il ne faut pas oublier en effet que le Fed intervient de manière transparente et pragmatique afin de stabiliser l'économie américaine. N'ayant pas une attitude rigide sur la question de la stabilité des prix, il est capable de se donner les moyens de relancer l'économie en cas de récession. Son mode de réaction est connu et on ne cherche pas à tromper l'opinion publique avec des fluctuations des agrégats monétaires. Il est donc important que la BCE fasse de même, sans compromettre son objectif principal, ce qui est possible.

En conclusion, ce rapport est instructif, non pas forcément en ce qu'il nous apprend sur l'économie européenne, mais plutôt en ce qu'il confirme la défiance d'un grand nombre d'économistes européens⁸ vis-à-vis des politiques économiques (surtout budgétaires), à un moment où les économistes américains témoignent d'un regain d'intérêt pour les politiques économiques de régulation réversibles et adaptées aux circonstances. Les arguments avancés en défaveur d'une politique budgétaire active, trop dogmatiques, ne pourraient-ils pas avoir l'effet inverse de celui escompté : pousser les gouvernements de la zone euro à refaire « le pari du déficit public » ?

Références bibliographiques

- BALL L., ELMENDORF D.W. et MANKIW N.G., 1998 : « The deficit gamble », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(4), novembre.
- Le CACHEUX J., 1998 : « La diffusion internationale de l'euro », *Revue de l'OFCE*, n° 65, avril.
- SVENSSON L.E.O., 1999 : « Monetary policy issues for the Eurosystem », à paraître dans *les Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.

8. Tous les économistes ayant participé à ce rapport travaillent principalement dans l'UE, sauf le Français O. Blanchard.

